

宏观报告

证券研究报告

2024年04月01日

如何看待当前美国降息预期?

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告: 宏观报告-日股, 进退?》2024-03-31
- 《宏观报告: 宏观-用电量增速为何持续高于工业生产?》2024-03-30
- 《宏观报告: 宏观-大类资产风险定价周度观察-24年3月第4周》2024-03-26

当前美国经济并未表现出疲态, 新增就业持续修复, 薪资增速稳定, 居民实际收入持续改善, 企业端盈利强劲, 非住宅投资高增势头不减。降息的内生紧迫性不足, 我们认为年内 75bp 降息预期或继续下调。

并且, 疫后通胀预期明显高于疫情前水平, 叠加潜在增速推升实际中性利率, 美联储或系统性低估名义中性利率。若出现油价快速上升进一步推高通胀预期, 我们认为不排除转向极度鹰派甚至再加息的可能。

另外, 我们认为联储在大选年可能更倾向于“谋定而后动”, 以避免不必要的选情干扰。所以我们认为联储的真实意图依然是“非必要不降息”, 尽量“用口头加/降息”代替实际的货币政策调整, 美债利率或将在高位维持较长时间。

风险提示: 美国通胀超预期上升, 美国流动性超预期收紧, 美国贷款违约率超预期升高

当前美国经济并未表现出疲态，新增就业持续修复，薪资增速稳定，居民实际收入持续改善，企业端盈利强劲，非住宅投资高增势头不减。降息的内生紧迫性不足，我们认为年内 75bp 降息预期或继续下调。

并且，疫后通胀预期明显高于疫情前水平，叠加潜在增速推升实际中性利率，美联储或系统性低估名义中性利率。若出现油价快速上升进一步推高通胀预期，我们认为不排除转向极度鹰派甚至再加息的可能。

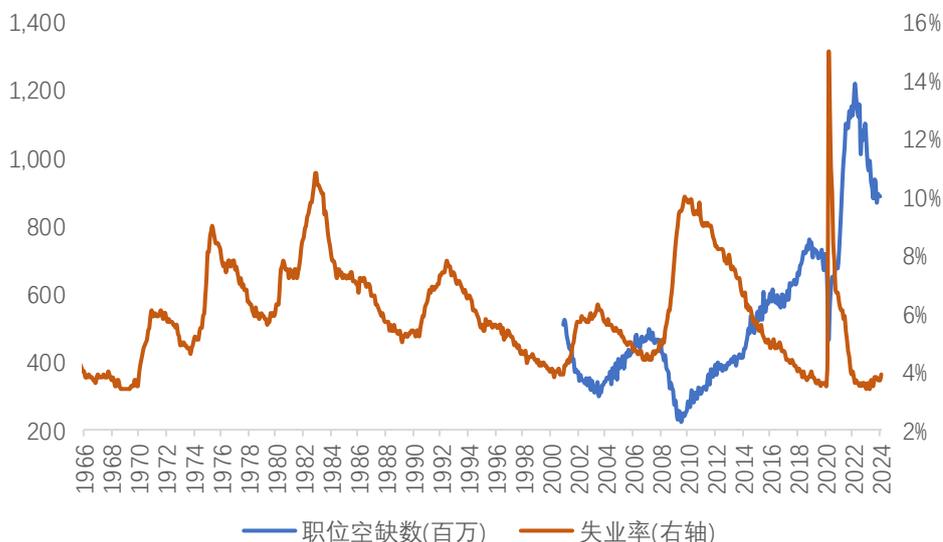
另外，我们认为联储在大选年可能更倾向于“谋定而后动”，以避免不必要的选情干扰。所以我们认为联储的真实意图依然是“非必要，不降息”，尽量用“口头加/降息”代替实际的货币政策调整，美债利率或将在高位维持较长时间。

（一）或没必要降息

美国经济基本面健康，近期通胀水平持续反弹，减弱了美联储降息的必要性。

美国劳动力市场依然紧平衡。职位空缺数自 2023 年中开始便维持在约 880 万人水平，并未随着高利率的维持而进一步放缓。失业率连续 25 个月低于 4% 水平，是 1969 年以来的最长纪录；就业扩散指数进入 2024 年后也有所回升。

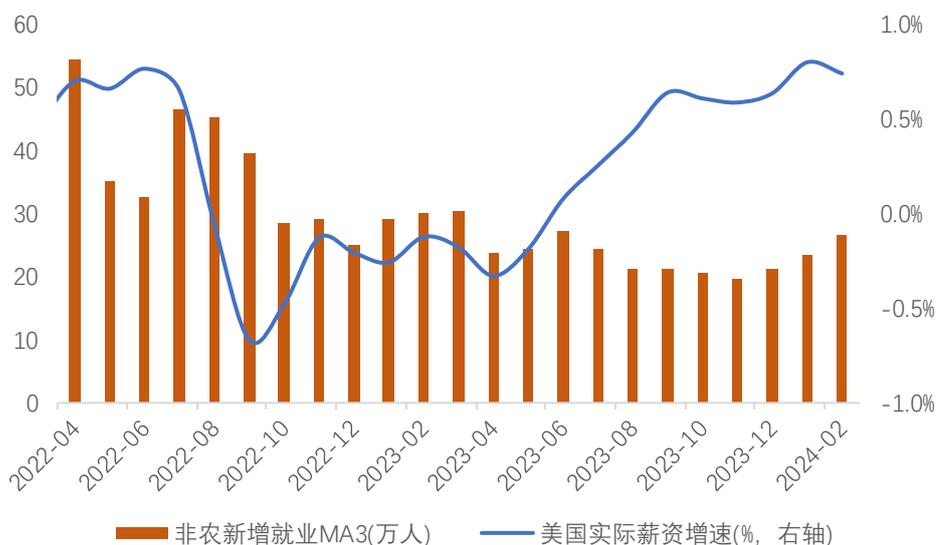
图 1：职位空缺数修复停滞，失业率连续保持低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

三個月月均非农新增就业持续反弹，总就业人数已高于疫情前约 550 万人，回归至疫情前的趋势水平。各类薪资增速指标同比均保持在 4% 左右，居民实际购买力持续修复。

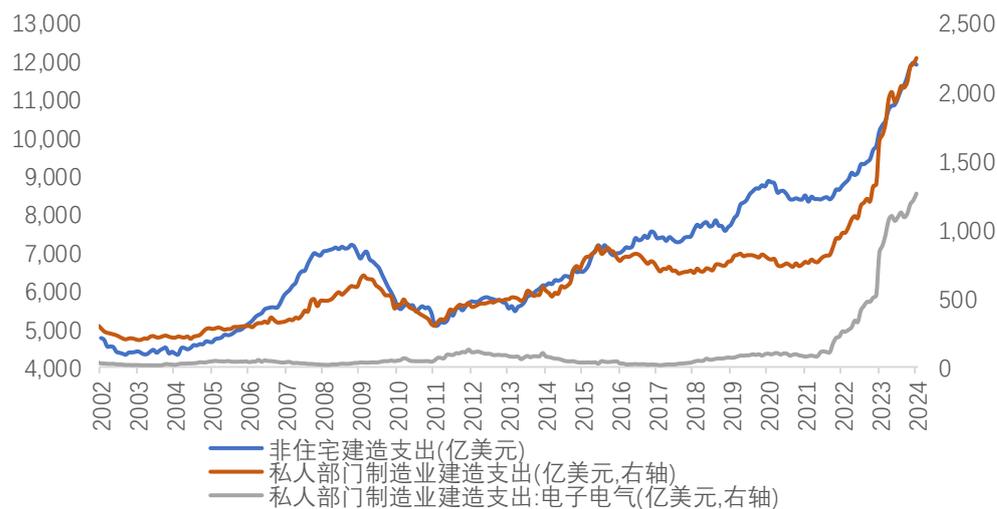
图 2：三個月月均非农新增就业持续反弹，实际薪资增速持续修复



资料来源: Wind, 天风证券研究所

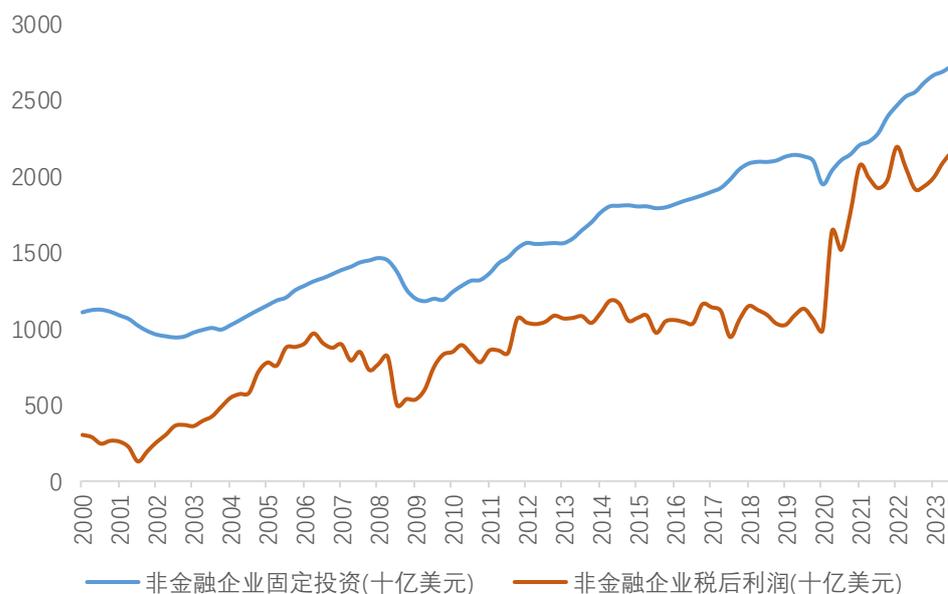
非住宅投资与制造业投资保持高增，企业税后收入连续四个季度反弹，与固定投资保持良性增长。反映美国中小企业情况的 Markit 制造业与服务业 PMI 均升至荣枯线以上水平，企业盈利与居民薪资增长的良性互动仍在延续。

图 3: 非住宅投资与制造业投资持续高增



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 非金融企业利润连续四个季度反弹，与固定投资保持良性增长



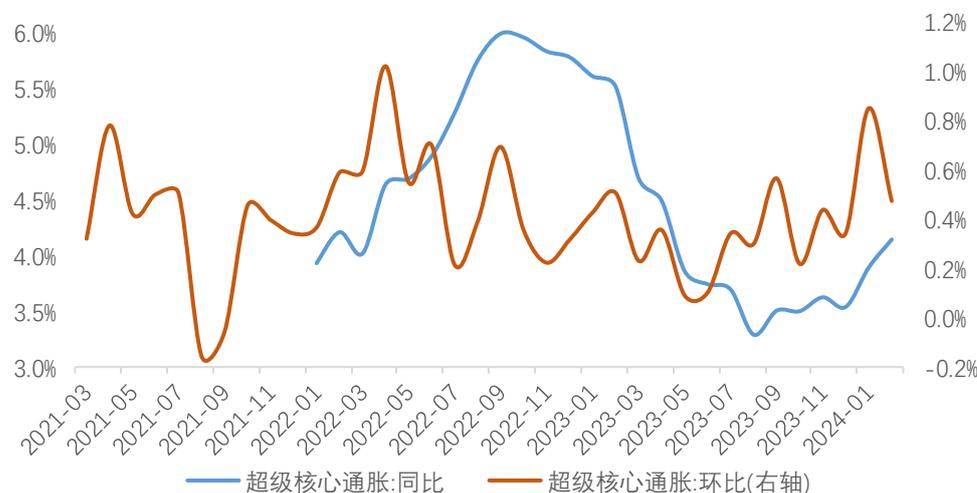
资料来源: Fred, 天风证券研究所

当前美国的新增就业持续修复，薪资同比增速稳定在 4%，居民实际收入持续改善。企业端盈利保持强劲，非住宅投资高增势头不减。我们认为美国当前经济并未呈现明显疲态，并无明显降息必要。

(二) 或没空间降息

近半年来，美国通胀下降速率趋缓，核心 CPI 三个月平均环比折年率持续反弹，并有进一步上升的趋势；超级核心 CPI 亦连续反弹，环比稳定在 0.4%左右水平。核心商品已结束去通胀并随库存周期进入反弹，而核心服务依然颇具粘性。

图 5：美国超级核心通胀连续六个月反弹，上行风险凸显



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2022 年以来房租和房价的去通胀程度并未完全反应房价回落，未来住房通胀或将随着房价的反弹带来新的通胀压力。我们认为火热的就业市场与难弥合的劳动力供需缺口或将推动超级核心通胀反弹。

疫后通胀预期明显高于疫情前水平，叠加潜在增速推升实际中性利率，美联储或系统性低估名义中性利率，导致当前利率水平的限制性十分有限。这也是美国经济和劳动力市场在高利率下依然具备较强韧性的原因。

名义中性利率是一个复杂的度量，最直接的参考来自于美联储每季度更新的 SEP 中对长

期名义利率的估计，24年3月会议提高10bp至2.6%，是2019年底以来该预测首次高于2.5%水平。而过去一年间，联储官员模糊地表示中性利率在2.5%-3%附近。

图 6：美联储 SEP 中的名义中性利率预测波动较大

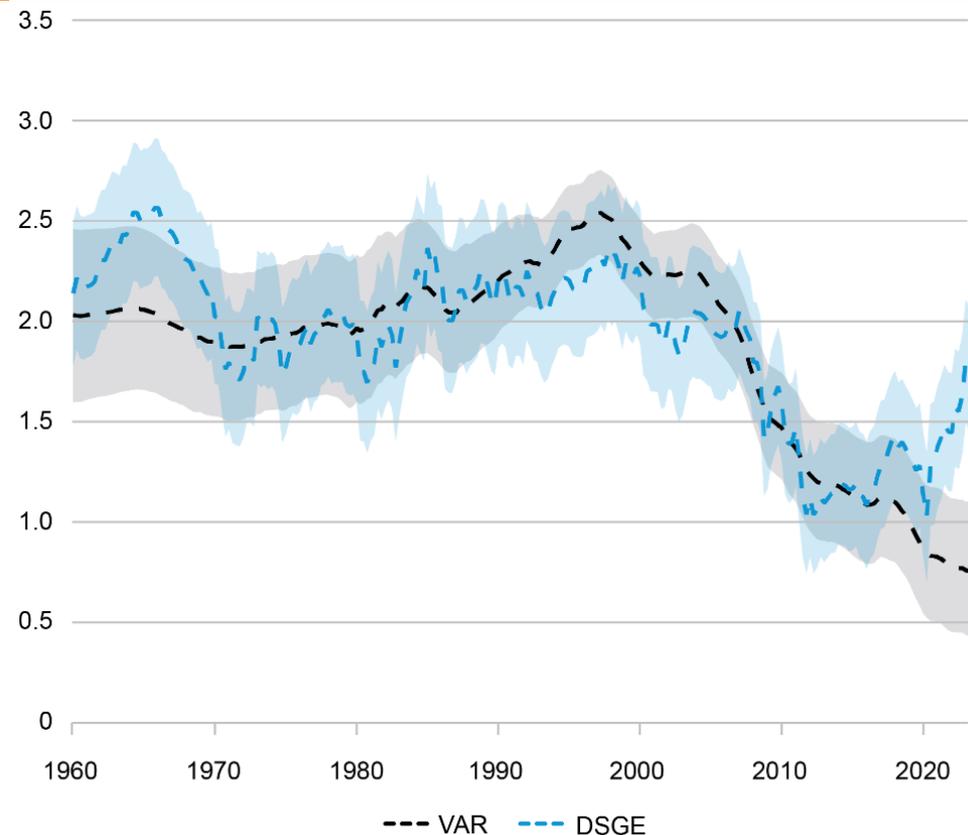


资料来源：FRED，天风证券研究所

我们认为无论是 2.6%还是 3%的名义中性利率水平，都是被低估的，当前名义中性利率可能有 3.8%。

其中，实际中性利率应大于疫情前 1%的水平。从 HLW 模型外推，中性利率应该在 1.2%-1.3%。而布鲁金斯学会相对激进的模型测算认为当前美国实际中性利率在 1.7%。

图 7：布鲁金斯学会 DSGE 模型预测当前美国实际中性利率或在 1.7%

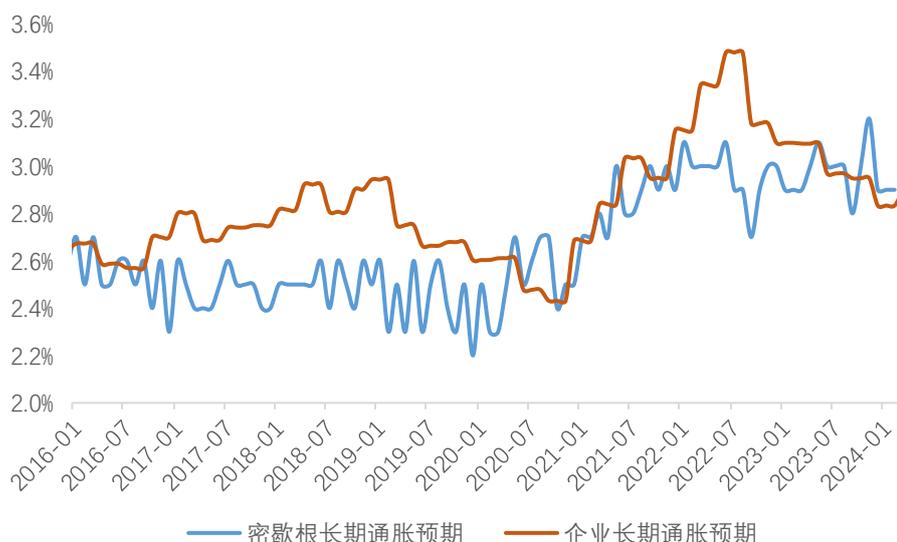


资料来源：纽约联储，天风证券研究所

其次，疫情后美国通胀预期明显上升，而非美联储所认为的保持不变。

消费者视角下的通胀预期调查（密歇根大学通胀预期调查、纽约联储 SCE 与亚特兰大联储的企业通胀预期调查），均显示当前美国通胀预期已小幅高于疫情前水平。

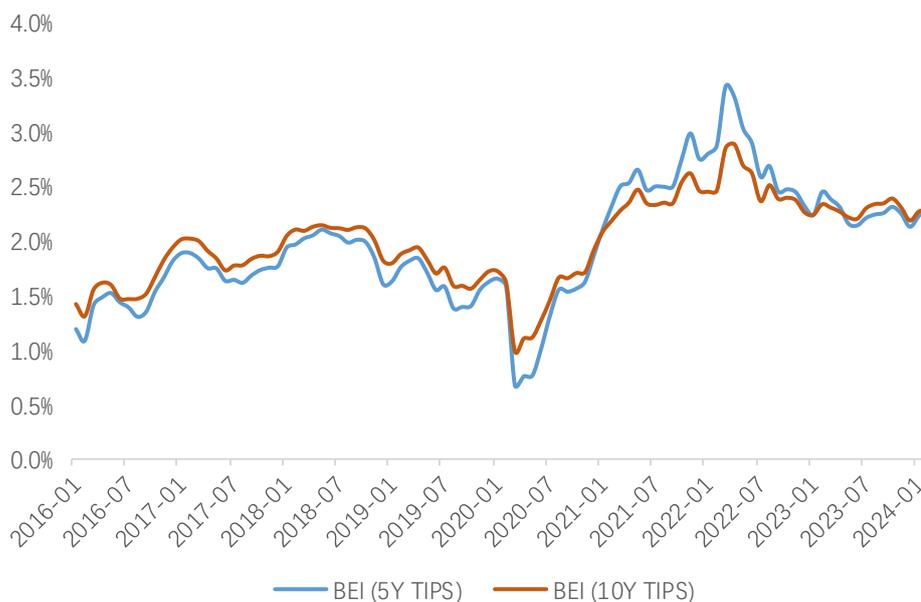
图 8：美国消费者角度下的通胀预期有所上升



资料来源：Wind，亚特兰大联储，天风证券研究所

而**投资者视角下的通胀预期也明显抬升**，无论是 5y5y 的相对远期通胀预期，还是各期限的盈亏平衡通胀率都高于疫情前平均水平。

图 9：疫情后长期通胀预期明显上行



资料来源：Fred，天风证券研究所

即使取实际利率和通胀预期的平均值计算，当前美国名义中性利率也在 3.8%左右（实际利率 1.2%+通胀预期 2.6%），与当前 3-5 年期美债利率 4.2%左右相比，利率对经济和通胀的限制性并不明显。

当前地缘政治格局复杂多变，俄乌冲突悬而未决。我们认为若出现地缘政治冲突加剧引发油价快速上升，不仅将进一步推升通胀预期，还将对美国大选产生直接扰动，因此不排除在油价大幅上涨的极端情形下联储转向鹰派甚至再加息的可能。

（三）或没动力降息

除了美国基本面依然强劲外，美联储“谋定而后动”的另一考量是避免过度介入美国大选。美联储若开启降息周期，会将本就焦灼的选情推向更复杂维度，一方面增加选举不确定性，另一方面或遭至共和党的猛烈抨击。

美联储若降息，可能会进一步推高通胀预期；特别是认为降息有助于拜登的看法，可能适得其反。根据 Gallup 统计，高达 30% 的选民将经济前景列为最关心的大议题，通胀预期的脱锚将会导致居民实际购买力的恶化，反而不利于拜登选情。

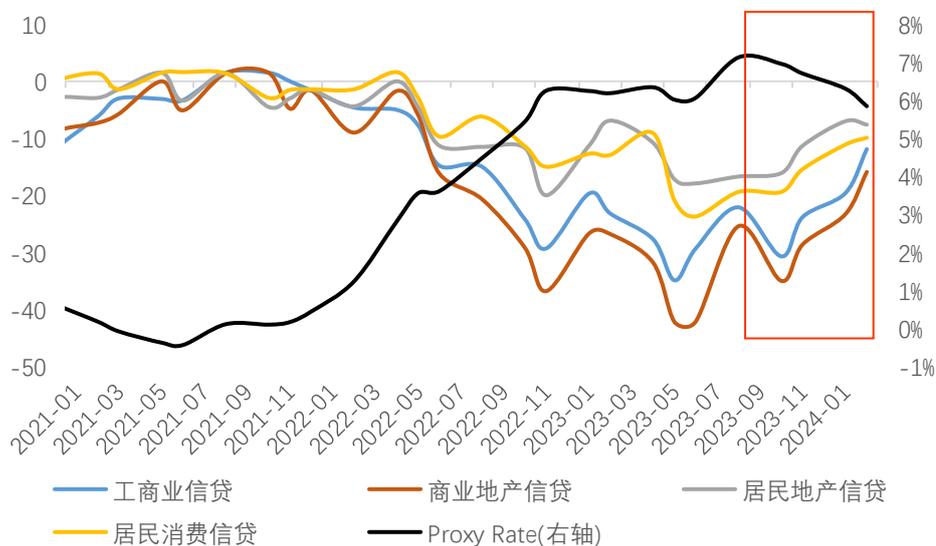
而我们认为年内，联储将继续“口头加/降息”，代替实际的货币政策调整，正如去年 7 月起联储做的那样。

去年 7 月，联储开启口头加息。先于 7 月 FOMC 会议纪要中指出联储需要进一步证据确认通胀回落，后于 9 月 FOMC 记者会表示“准备在适当的时候进一步加息”，将美债利率推升至 5%。

而后又口头降息。在美债利率达到 5% 的当晚，鲍威尔又在演讲中提到“收益率上升会降低加息的必要性”。随后，11 月与 12 月 FOMC 声明中特意提到金融条件已经收紧。美债利率与金融条件此后迅速回落，带动各类信贷标准边际修复；美债利率回到起点，金融条件更是降至 22 年 9 月以来新低。

对于美联储来说，如果口头加息/降息还有用，又何必实质性调整。我们认为当前联储降息必要性，降息的空间以及降息的动力或都不足，不降息可能是联储最好的选择；若经济平稳前行，或推至大选后再做实质性调整。

图 10：去年 6 月金融条件收紧，而后 10 月开始，美国各类信贷条件持续边际修复



资料来源：旧金山联储，达拉斯联储，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com